

## キャピタル・アイ特別企画：財務担当に聞く

# 初の2年債で投資家開拓狙う



東日本高速道路  
経理財務部財務課  
川江 博之氏（右）  
小野 昌晃氏（左）

東日本高速道路は2016年度、5回の起債で過去最大となる総額2800億円の公募債を発行した。昨年1月の日本銀行によるマイナス金利政策の導入を受け、7月の第37回債で0.03%と、5年物道路会社債の過去最低クーポンに並び、これが11月の第39回債まで続いた。その後、金利のマイナス幅が狭まったことに伴う投資家目線の変化に対応し、1月の第40回債では0.07%と、一気に4bp調整。5年物道路会社債のプライスリーダーの役割を果たした。

2017年度は発行体のみならず道路会社としても過去最大となる4500億円程度の公募債を計画。基軸年限である5年債（2000億円程度）に加え、初の2年債（2500億円程度）を発行する方針を明らかにした。4月を皮切りに7月、9月、11月、2018年1月と5回登場する。

経理財務部財務課課長代理の川江博之氏と小野昌晃氏がキャピタルアイ・ニュースのインタビューに応じ、2017年度の取り組みなどについて語った。

### 〈2016年度の国内公募債〉

条件決定	回号	年限	発行額	表面利率	対国債	主幹事
1月18日	40	5	300	0.07%	+19.5bp	みずほ/野村/三菱
11月18日	39	5	500	0.03%	+11.7bp	野村/大和/みずほ/日興
9月14日	38	5	500	0.03%	+22.9bp	三菱/野村/日興/GS
7月21日	37	5	800	0.03%	+34.8bp	みずほ/野村/三菱/メリル
5月13日	36	5	700	0.06%	+30.7bp	野村/みずほ/日興/大和

\*発行額：億円、対国債はキャピタルアイ・ニュース算出

### ■1月は一気に4bp調整

--2016年度を振り返ると

全体の資金調達額は4000億円程度となり、ピークである2015年度の4200億円に迫る規模だった。内訳は、国内債が2900億円（私募債含む）、外債が372億円、金融機関借り入れが706億円。国内公募債については、上期はマイナス金利導入以降、利率は最もタイトな時点で0.03%と、低利で資金調達ができた。マイナス金利が深掘りしていた状況で、旺盛な買い意欲を背景に年度最初が700億円、2回目が800億円で起債し、大規模な発行額に対しても大幅な超過需要を実現した。下期に入っても0.03%での発行が続いたが、2017年になって投資家の水準感に変化が生じ、1月は300億円で0.07%という条件になった。

印象的だったのはこの1月のディール。年明け以降も金利が上がっていきなかつた、投資家の絶対値目線が切り上がり、先行の地方債・財投機関債で調整が入った。マイナス金利幅が深かった時は旺盛な需要によってタイトニングできたが、その時とは世界観が全く違ってきたところで、財投機関債に近い性質の道路会社債としての適性水準を慎重に見定める必要があった。結果は4bpの調整となったが、2016年度で最も難しい起債だった。

## ■2年債は2017年度限定

--2017年度について

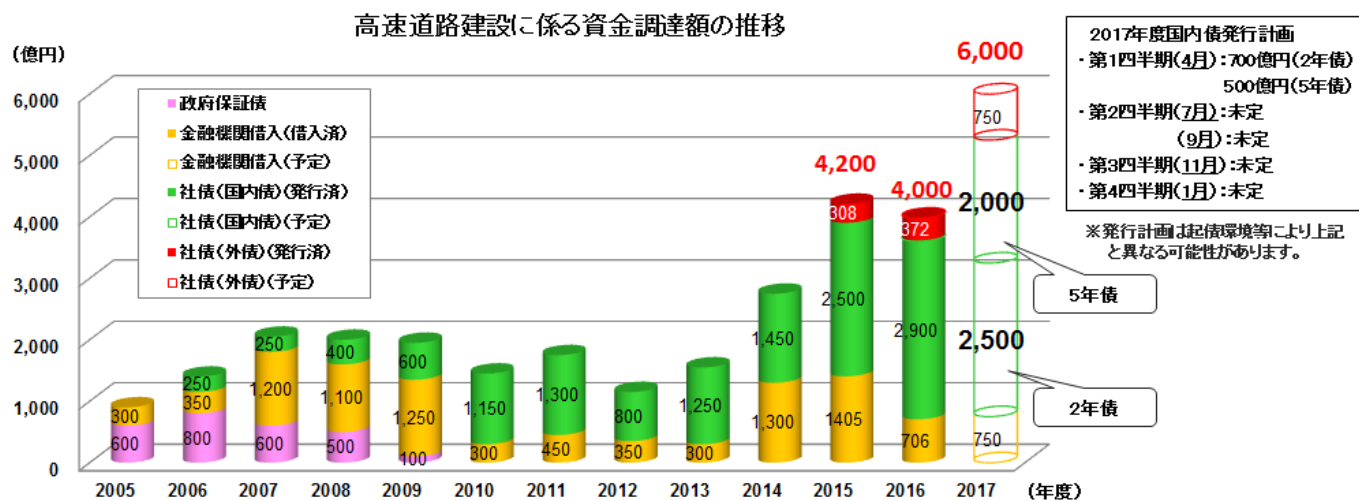
2016年度を2000億円上回る6000億円の資金調達を計画している。国内債が4500億円程度となるほかは、外債と金融機関借り入れで各750億円。6000億円という年度の調達額は我々だけでなく道路会社としても過去最大規模になる。国内債は5年債・2000億円程度、2年債・2500億円程度で、新たに2年債の発行が過去最大額とともに2017年度の大きな特徴だ。

発行回数が5回であることや、ベンチマークとしての位置付けにあることを踏まえ、通常は年度最初の起債が5月のところを2017年度は4月に行い、早々に道路会社債の目線を作りたい。また、2017年度は道路会社債全体としても発行量が最大規模になり、特に5年ゾーンでは首都高速道路や中日本高速道路が起債し、西日本高速道路も10年債から5年債にシフトする。供給が集中することで投資家に負担がかからないよう注意を払いたい。

## 社債等の資金調達状況

NEXCO

- ✓ 2017年度は約6,000億円の資金調達を予定。
- ✓ 首都圏における道路建設の進捗により、2015年度から資金調達量が急増。
- ✓ 社債の起債年限は、従来の5年債に加え、2年債を追加。
- ✓ 調達手段多様化の一環として、2015年度から外債(米ドル建て)を発行。



(2017年3月現在)

2年債発行の背景にあるのが2017年度の千葉外環（東京外環自動車道千葉県区間）の開通。我々としても最大の目玉であり、三郷南インターチェンジから高谷ジャンクション（15.5 km、事業費 7945 億円）の開通を予定している。この事業費が日本高速道路保有・債務返済機構との協定ベースでおよそ 8000 億円。開通に伴う機構への債務の引き渡しにすぐに済むため、年限は5年債にする必要がない。2年債の発行は2017年度限りとし、2018年度以降は基軸年限である5年債だけになる見込み。

--2年債での具体的な取り組みについて

初の年限であることから、事前にマーケットに周知する必要があると考え、3月9日にアナウンスした。西日本高速と合同で各証券会社のアナリストを訪問し、2017年度の起債見通しについて説明している。具体的には、2年債を発行することによる5年債の機構への債務引き渡しの見通し。2年債は基本的に2017年度、5年債については、千葉外環開通の翌年となる2018年度には引き渡せるのではないかと見ている。アナリストには発行の背景についてのレポートを書いてもらえるようお願いしていて、格付け会社とも面談している。

## 道路建設の進捗状況(東京外環自動車道 千葉県区間)

NEXCO

東京外環自動車道(外環道) 三郷南インターチェンジ～高谷ジャンクションの区間は、2017年度の開通に向けて工事を進めています。



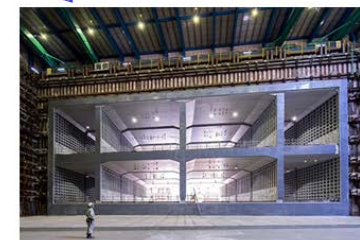
半地下構造の高速道路部分



京葉道路とのジャンクション付近



高谷ジャンクションの橋の建設

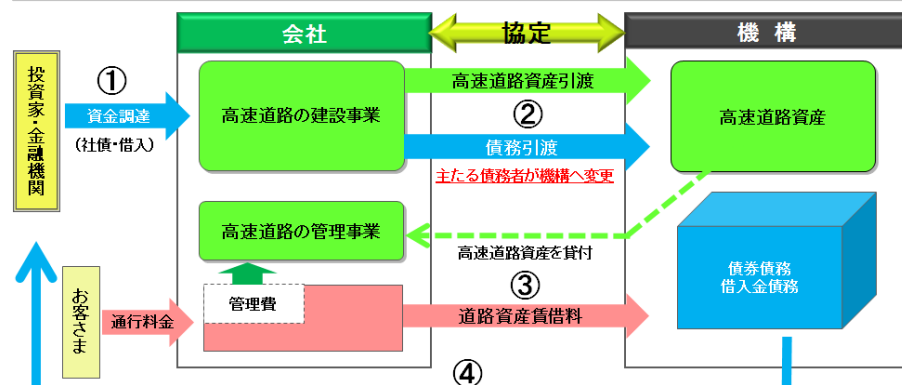


京成本線交差点トンネル

## 高速道路事業スキームと資金フロー

NEXCO

- ✓ 会社は、社債の発行や金融機関からの借入れにより資金を調達し、高速道路を建設する。
- ✓ 建設が完了した道路資産及び資産に見合う債務は、いずれも機構へ引き渡す。(引渡後は主たる債務者が機構へ変更)
- ✓ 会社は、機構から借り受けた高速道路を管理してお客さまから通行料金をいただき、管理費を賄うとともに、高速道路機構に道路資産賃借料を支払う。
- ✓ 機構は道路資産賃借料を原資に会社が調達した建設資金を返済する。



道路資産賃借料を原資に債務引渡後の利払及び元本返済を実施

## 高速道路料金と道路資産賃借料

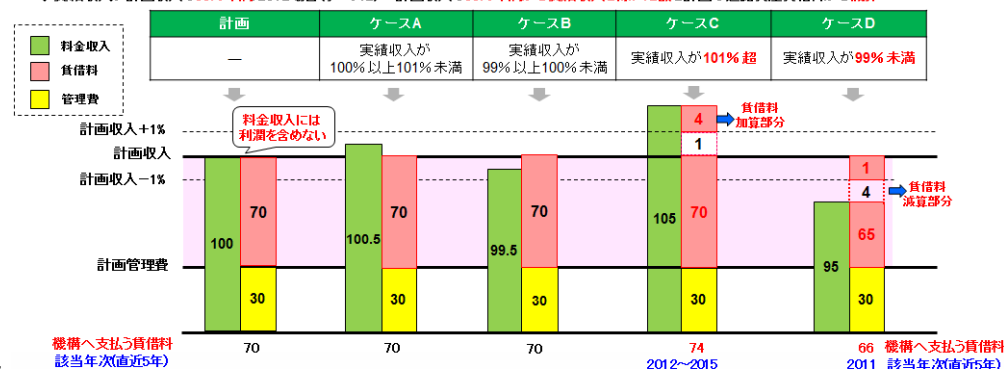
NEXCO

- ✓ 高速道路料金の設定にあたっては、会社の利潤を含めない。
- ✓ 各年度の道路資産賃借料は、「計画料金収入(年度)－計画管理費(年度)」。
- ✓ ただし、実績料金収入は計画と乖離する可能性があり、経営の安定化を図るために変動賃借料制度が設けられている。

### 《変動賃借料制度》

計画料金収入に対して実績料金収入が1%を超えて変動した場合、道路資産賃借料を変動させ、会社の損益に与える影響を一定の範囲に抑える制度

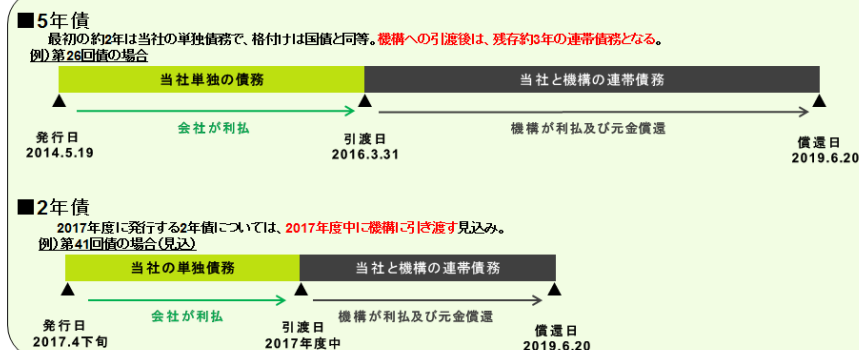
- ◆ 実績収入が計画収入の101%超だった場合(ケースC)→計画収入の101%を超える部分を計画の道路資産賃借料に加算
- ◆ 実績収入が計画収入の99%未満だった場合(ケースD)→計画収入の99%未満から実績収入を除いた部分を計画の道路資産賃借料から減算





## 社債の特徴

- ✓ 債務引渡後は、当社と機構が連帯して社債に係る債務を負担(重畳的債務引受)。
- ✓ 社債権者は、債務引渡後、当社の財産に加えて、機構の財産についても一般担保権を有する。



## ■圏央道開通で税収・雇用増

### --千葉外環以外の道路建設について

最近のトピックとしては圏央道(首都圏中央連絡自動車道)の開通があり、ネットワークとして完成してきた。物流基地もだいぶできあがってきており、物流効果を向上させるきっかけになった。外環道は、千葉県区間のほかには、今後は大泉 JCT から中央 JCT (9.8km、事業費 5379 億円) にかけての東京都区間の建設を進めていく。2018 年度になるが、地方の路線では北海道横断自動車道の余市 IC から小樽 JCT (23.4km、同 1222 億円)、東北中央自動車道の南陽高畠 IC から山形上山 IC (24.4km、同 1230 億円)、上信越自動車道の信濃町 IC から上越 JCT (37.5km、同 685 億円) の開通を予定している。

このほか、2 車線だった常磐自動車道の 4 車線化を 2020 年度に向けて進めている。常磐道は東日本大震災の復興のシンボルという位置付けで、安倍晋三首相自ら 4 車線化を言明しており、我々も事業主体として一生懸命取り組みたい。

### --投資家の反応は

一部証券会社からは 2 年債発行に対して良好な反応があると聞いている。2 年債はもともと発行量が少ないゆえの希少性があるうえ、道路会社債としても初めてかつまとまった額での起債(4 月後半条件決定予定、700 億円、主幹事: 野村/みずほ/SMB C日興/三菱UFJMS/大和)になるため、それなりに高い関心が示されているようだ。

IR については、少なくとも 2016 年度の件数(150 件程度)ぐらいいは回る方向。2 年債を購入する向きや、東日本高速債の購入実績がない投資家に対しては格好のアプローチ材料と考えており、積極的に新規開拓を行いたい。

高速道路の新規建設はいずれ終わる。その後は大規模更新・大規模修繕事業が大きなプロジェクトになり、新規建設に比べると事業のスパンが短い。2 年債の発行は 2017 年度限りとはいえ、大規模更新・大規模修繕事業がメインになった時には、再び短い年限を発行する可能性はある。そのことを考えても今のうちにアプローチするのが重要であり、長期的な観点でも取り組む。

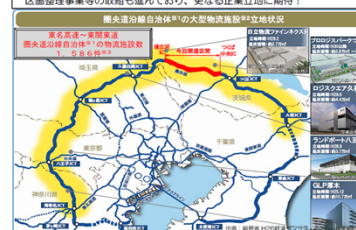
## 道路整備による効果(圏央道)

### 首都圏中央連絡自動車道(圏央道)

2017年2月26日、境古河IC~つくば中央IC間が開通し、東名高速・中央道・関越道・東北道・常磐道・東関東道が直結しました。この結果、沿線市町村では大型物流施設等の立地等が進み、圏央道沿線の大型物流施設は約1,600件となっています。また、成田空港から関東各地へのアクセスが向上し、群馬県富岡市等の観光地から外国人観光客の増加を期待する声があがっています。

#### 沿線の大型物流施設 約1,600件、生産性向上が加速

- 圏央道(東名高速~東関東道)沿線に立地する大型物流施設 約1,600件において、生産性向上が加速する可能性
- 茨城県は、工場立地件数3年連続全国第1位(平成25年から平成27年) 区画整理事業等の取組も進んでおり、更なる企業立地に期待!



#### 成田空港から関東各地の観光地へのアクセスが向上

- 成田空港から日光・倉賀野、富岡製紙、川越などの観光地へのアクセスが向上
- 成田空港からの外国人観光客や茨城県、千葉県からの来訪者の増加を期待しているという声も



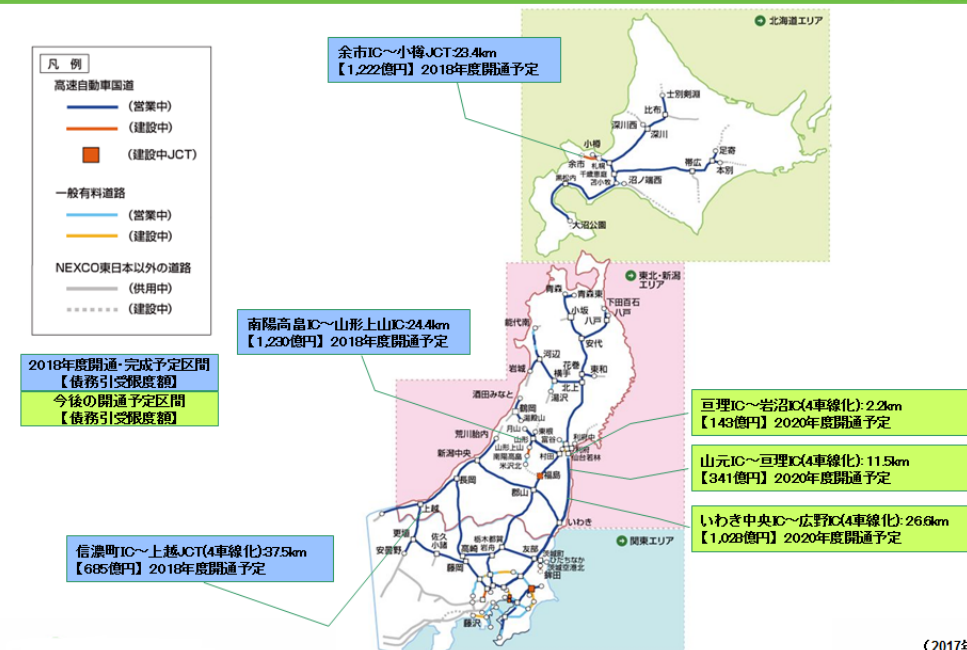
## 道路整備予定(首都圏エリア)

NEXCO



## 道路整備予定(首都圏エリアを除く)

NEXCO



(2017年3月現在)

## --開通による経済効果について

圏央道は、埼玉県区間がつながったことで、沿線市町では法人住民税が140億円程度、固定資産税は家屋分で50億円程度増えた。沿線では大型物流施設が5年間で80件ほど増えた。雇用面でも物流施設の立地に伴って、従業者数が5年間で8000人増加しており、開通による経済効果が確認されている。

加えて、湘南が身近になったことで、観光客が2割増えたという数字が出ており、そうした部分でも貢献できた。圏央道は成田方面にもつながっており、世界遺産に登録された(富岡製糸場がある)群馬県への観光客の増加が期待される。

## ■高速道路もレジャースポット

## --サービスエリアなどについて

Pasar (パサール) という大型施設を運営しており、デラックスであることが特徴。地域の特性を生かしたおみやげを扱っているが、お客様にはいろいろな食料品やレストランなどを楽しんでもらえるエリアになっている。

もう一つはテーマ型SAで、その代表格が羽生パーキングエリア(東北自動車道上り線)にある「鬼平江戸処」。これは江戸の情景を再現した施設。東北道を昔の街道に見立てると、ちょうど江戸の玄関口であることが羽生にこうしたテーマ型SAを作った背景。普段とは違った世界や江戸ならではの食べ物などを楽しんでもらえる。



--業績について

2016 年度は中間純利益が 312 億円（前年同期比+80 億円）だった。通期見込みは 86 億円と上期に対して減る。これは、高速道路事業という性格上、上期のほうが収入が多く、下期は支出が大きくなるため。とはいえ、通期純利益は 2015 年度（142 億円）や 2014 年度（102 億円）と比べて、2016 年度も一定規模を確保しており、投資家にはこうした安定的な利益が安心してもらえる材料になる。収入で一番大きいのが料金収入だが、計画対比で実績が 1%以上上回る見込み。機構に払う賃借料は、協定額に一定の加算額を支払う計画なので、その意味でも着実な経営が行えている。

図表等の出典：東日本高速道路 IR 資料（2017 年 3 月）

[2017/3/22 聞き手：キャピタルアイ・ニュース 比後 樹宏]